

CDS取引の実状と問題点について

—— 金融商品としての妥当性検証を中心に ——

小 林 一 広*

目 次

1. はじめに
2. CDO取引の概要
3. CDS取引の概要
4. CDO, CDS取引の問題点
5. CDS取引への対応
6. 結語にかえて

1. はじめに

金融を自由化するということにはいろいろの側面がある。金融は金（カネ）を融通することであるが、融通する量を自由にする、金利、期間、担保の有無などの条件を自由にする、融通する場所、国内間か国際間かという場所的自由、融通する側、される側の業態、資格の自由化、企業間か、個人も含めるかという当事者の自由、そして自己の資金を融通するのか、他人の資金を集めてそれを自己の責任において融通するのか、などなどである。

金融の自由化は1970年代中ごろニューヨークに始まったものであるが、爾来自由化と言うときこれらは一括して自由化の内容であった。ところがこのたび従来のこの基準に合わない資金の動きが問題になった。

この動きは二十年近く前から現れ始めていたのであるが、自由化の名のもとに放置されていてその問題点が取り上げられることなく経過して、行き過ぎを生み大問題となってようやく天日に晒されようとしている。

行き過ぎを生んだ当事者たちは十分反省しているかどうか疑問だが、震源地のア

* 広島経済大学経済学部教授

アメリカでも、我が国を含め世界各地でも批判、反省の論陣が張られる様になった。

批判、反省の中心的なものは、金融工学を中心に新たに開発される金融手法を過信、盲信あるいは悪用する当事者へのものである。中には金融工学そのものをとやかく言う者も現れる状況である。

筆者がここで論じたいことは、金融工学による開発なくしては現われ得なかった金融手法ではあるが、それを濫用したものとその濫用を阻止し得なかった状況について点検し、そしてその濫用を阻止するための思考の転換を提案するものである。思考の転換とはいえ極めて単純なことであるが、事態を当然視する当事者たちにはコペルニクスの転換かもしれない。

その金融手法とは CDO, CDS と言われるものである。今般の金融危機については一般に顕現して以来短時日であるが、すでに多くの議論が始められている。これは一般に顕現するかなり以前から専門家、学界などで関心が寄せられていたことを示している⁽¹⁾。それだけに CDO, CDS が今更主犯であること新たに議論するものではない。また、その議論を否定するために筆を執ったものでもない。CDO は金融にとって有用な手法である。CDS も適正に運用される限り幅広い可能性を持つ金融商品になると考えられる。誠実に利用すれば有効なものを誠実に使用せざるを得ない環境におくことに解決の道があることを示したい。

今般の金融危機は、有用なこれらの金融手法がサブプライム・ローンという従来考えられなかった異物を組み込んだことに悲劇の原因があった。本来 Prudent Banker としては別段の配慮をすべきはずのローンがなぜ、如何にしてたやすく金融商品の中に組み込まれ、枢要な位置を占めるに至ったかを検証しておきたい。ことの順序として CDO, CDS の概要に簡単に触れて本論に入る。

なお、これらの商品を開発した金融工学には立ち入らない。立ち入る資格もないが、金融工学は今後とも金融手法に新たな方策を提供するであろうし、提供すべきであると考えている。ただ、あらゆる学問に社会的責任はつきまとう。

2. CDO 取引の概要

(1) CDO 取引の概要

CDO (Collateralized Debt Obligation) は周知のとおり原保有者 (Originator) から分離し譲渡された貸付債権、公社債などを裏付けとして、SPV (あるいは SIV) が債券なり信託受益権などを発行し投資者から資金を調達するもので、譲渡される資産が社債など債券の場合 CBO (Collateralized Bond Obligation) であり、貸付債

権であればCLO (Collateralized Loan Obligation)と言われるものである。

証券化商品は一般に Originator から隔離されることにより、Originator の持つ他の債権債務から隔離され、キャッシュ・フローの確定している資産のみを対象とするので、Originator と同等または同等以上の格付けを与えられる。投資者にとって安全性が高く、かつ収益性も高く安定したものになる。また Originator にとっても固定的資産の流動化、オフバランス化を図られるところからメリットは大きい⁽²⁾。

CDO ではこれらのメリットに加えて、投資者にさらに便益となる販売証券の優先劣後構造を付け加えた。これは不動産証券化(REIT など)などには容易でない特徴で、裏付けとなる資産の多様性を利用して優先証券、劣後証券と投資者の投資動機に応じた細分化を図ったのである。

担保力が十分で元本回収が比較的に安全な資産（貸付債権）を主とする、すなわち元本回収が優先される優先証券をシニア債（債券の場合）、劣後する劣後証券を劣後債、またはジュニア債、その中間をメザニン債といい投資対象として選択肢を広げた。

投資者の投資動機により柔軟に応じるという意味で工夫された手法であるが、これがサブプライム・ローン⁽³⁾を潜り込ませるカムフラージュに使われることになったのである。

CDO, CBO, CLO いずれも ABS(資産担保証券：Asset-Backed Securities)の一種であるが、資産担保が担保としての機能を果たし得なくなったところに今回の混乱の由来がある。

(2) 資産担保証券の資産の担保力

貸付債権なり公社債などの資産が生むキャッシュ・フローを担保に資産担保証券が組成されるのであるが、貸付債権の場合は個々の貸付債権にも担保が設定されていることが多い。住宅ローンの場合がそうである。

住宅ローンが一般に優良債権とみなされるのは、土地、建物で100%（多くの場合100%以上）担保されているからである。100%担保されている住宅ローンが裏付けとなる証券化商品は、安全性においてより高い評価を受ける。

資産担保証券の裏付けとなる資産（貸付債権など）が担保としての機能を果たさなくなるということは、個別に担保が設定されていない貸付債権、公社債などではあり得るが、住宅ローンについては本来あり得ないことである。

それは住宅ローンのローン対象の土地、住宅が担保の役目を果たさなくなるということで、通常の銀行貸し付け業務ではまずあり得ない。あり得ないほど担保とし

での比率、被担保債権に対する担保価値の見積もりを低く抑える。これは債務者が債務不履行に陥ったとき担保処分などの手続きの煩雑さ、弁護士費用、場合によっては再販売のための上物（建造物）撤去の経費などを計算してのことである。

たとえば、価格100の土地付き住宅を購入するとき、住宅ローンとして貸付けられる資金は80となる。100の市場時価で80の債権を担保するわけである。この場合LTV(Loan to Value) Ratio 80%という。いわゆる担保掛け目であるが、通常高く80%が伝統的な銀行の対応で、担保物件（土地、建物）の状況によってはより低い比率になる。

今般のサブプライム・ローンの場合この事情はさらに厳しくなる。それは担保として処分する場合の処分の可能性が極端に低くなるケースが多いからである。そのような場所にあることと、わが国でも十数年前経験した担保処分執行の困難さが、予想以上に大きくなるのが容易に考えられるからである。

3. CDS 取引の概要

CDS(Credit Default Swap)は信用リスクを売買する取引である。一般に貸付債権なり公社債を保有しているものが、その債務者の信用リスクを回避するためには、債務者から担保を徴求するほか、第三者の保証による、同じく第三者の Loan Participation⁽⁴⁾を得るなどがあるが、CDSでは信用リスクそのものを売買する。信用リスクをヘッジしたい者がその保証ともいべき Protectionの買い手となり、信用リスクを引き受けるものがその売り手となる。

特徴的なことはこの Protectionの売買が対象債務を保有する債務者と無関係に行なわれるということである。また、Protectionの売買当事者も対象債権債務の保有の有無にかかわらず取引可能ということである。このことによって、後述するように Protection取引の流動性が飛躍的に高まり、投資者にとって手続き面を含め極めて利便性の高いヘッジ手段となる、というものである。

(1) CDS取引の当事者

信用リスクを引き受ける者を Protection Sellerといい、Protection Buyerは Premiumを支払って Protectionを買う。Protectionの対象となる信用リスクの主体を Reference Entity(参照組織)といい、参照組織の Default(債務不履行)を Credit Eventsという。

信用リスクの売買は実際には Protectionの買い売りになり、Protectionの価格

がPremiumである。このPremiumは契約の期間中Protectionの買い手から売り手に、年2回あるいは4回のペースで支払われる。Premiumは取引の種類、形態によってSpread また Fee と呼ばれることもある。

(2) CDS取引の決済

CDS取引でCredit Eventsが発生した時の決済には二つの方法がある。一つは現物決済であり他は現金決済である。なお、Credit Eventsが発生しなければ契約期間の満了で取引も完了する。保険契約と同様である。

現物決済(Physical Settlement)はProtectionの対象として定義された現物と、その元本相当額の受け渡しにより決済する。Protectionの対象物はたとえば、「(一定条件の)債券または貸付債務」というように定義されていて、deliverable(譲渡可能)なものでなければならない。決済はProtectionの買い手がこの定義に従って債券現物などの債権を、売り手はその元本相当額を支払うことになる。Protectionの買い手は、元本相当額－債券など現物の時価、が補償されることになる。

現金決済(Cash Settlement)は現物受け渡しはなくキャッシュで決済するが、その額はCredit Events発生により下落した債券などの市場時価と債券などの額面との差額、または契約時に定めた一定額を受け渡しする。

(3) CDS取引の特徴

CDS取引の特徴的な点は、第一に取引の対象である信用リスクについて、それは個別の債権、個々の公社債についていうのではなく参照組織の信用リスクを言う、ということである。第二に、このことは既述のようにProtection Buyerが参照組織の発行する債券などを直接保有する必要はないということになる。そしてさらにProtection Buyerと参照組織との間の債権債務関係の存否も問題にならないということになる。信用リスクを売買する当事者間で相互納得する適正な契約が存在すればよいということである。

この二点から、契約当事者間でCredit Eventsの確認とProtectionの対象物確定の問題が重要になってくる。両者間で完全に一致していなければならない。

そこで支払不履行などのProtection発動の原因となるCredit Eventsについて、当事者間の契約で規定しておくことが必要になる。その定義方法について業界標準が策定される。

1985年、デリバティブ業務を行なう金融機関などにより国際的な業界団体ISDA(International Swaps and Derivatives Association)⁽⁵⁾が設立され、そこでデリバ

ティウ業務の標準化を図る作業の一環として用語定義集が策定された。信用リスクを売買するものは Credit Events についてこの用語定義集に従い契約ごとに定義しておき、定義の状態が発生したとき決済に進む。

具体的には、現時点で6つの Credit Events が定義されており、その適用は参照組織が民間企業かソブリンか、所在国が新興国か否か、などにより異なるが、たとえば、民間企業の場合で Bankruptcy, Failure to Pay, Restructuring の3つの Credit Events (3 CE) を選ぶケースが一般的になっている。

Protection の対象物確定についても同様に、信用リスク売買の両当事者間で事前に定義しておくこととなる。Protection Buyer と参照組織との間に債権債務関係が存在しない場合で決済が必要になった場合、Buyer はこの定義に従って契約条件に合った現物を市場から調達し受け渡しすることになる。

(4) 信用リスクの独立商品化

CDS 取引で重要なことは従って、Credit Events の定義と Protection の対象物の定義である。別言すればこれらの定義すなわち契約があれば、信用リスクの対象である組織についてもその債務の個別事情についても無関係の関係で CDS 取引は実行されるのである。信用リスクの主体である組織からみて未知の不特定多数者に取引の根拠とされるということでもある。

これらの特徴から容易に導き出されるように、第三の、より重要な特徴が生まれる。それは CDS は信用リスクのヘッジ目的で取引されるのみならず、信用リスクを利用した投資、投機を目的とする取引が可能になるということである。

信用リスクを利用してとは信用リスクに価格を付けて取引するということである。実際は信用リスクには負の価格がつく。取引にはマイナス1を乗じて Protection の価格として Protection を取引することになる。

こうして信用リスクの保有の有無に拘わりなく信用リスクの売買が可能となり、そして CDO 取引などの多様化、活発化と相携えて CDS も一層活発になり、ついにはバブルの膨張を促す一翼を担うことになる。詳しくは次項で触れるが、信用リスクを、ヘッジするのではなく一つの商品として Trade することが可能になるのである。

かつて諸大名がコメを売って方便^{たずき}とした江戸時代、収穫前のコメを先渡し取引として売り、先物価格を誕生させたのち、現物の受け渡しを必要としない商人たちの参加で差金取引の仕組みをつくり上げていった姿である。コメの受け渡しを煩わしく思う商人たちの先物取引への参加は、コメの差金取引を発展させると同時に、コ

メの現物取引の価格形成と流動性をも高め、諸大名にはなにより好都合であったのである。

(5) わが国での状況

CDS 取引のわが国での発展の状況をごく簡単に見ておきたい。CDS 取引の金融商品との関連を物語る材料との意味合いからまとめるものである。

わが国でのクレジット・デリバティブ取引の誕生は1990年代初期に見られた仕組債にあるとの説もあるが、わが国企業を Reference Entity とする CDS が現れるのは金融危機が表面化する1997年としてよいであろう。同年11月に至って三洋証券、北海道拓殖銀行などの破綻が現実になるが、その前後から社債、金融債の Spread が拡大していき、外資系金融機関による CDS 取引が見られるようになる。

その後日本の金融機関、機関投資家も関心を示すようになるが、特に銀行は BIS 規制に対応するため信用リスクをヘッジする目的で、CDS を活用するようになる。

2000年から2001年にかけて今度は生命保険会社の破綻が相次ぐ。そして事業会社にも波及し、長崎屋、ライフ、マイカルと続くが、マイカルは特に社債発行額が多額で、ABS の Originator にもなっており、その帰趨が注目された事例であった。また、アメリカからは Enron 事件も伝わり、CDS 取引が一層活発になる。

その後、竹中プラン、金融再生プログラムによる銀行の資産査定厳格化、その後の金融再編成と日本経済は大変革を迫られ、それに伴い信用リスクにセンシティブになった金融機関、機関投資家などにより活発な取引が続けられるようになる。

この状況は2006年2月、サブプライム・ローン問題の表面化まで続く。サブプライム・ローン問題が表面化したのち数ヶ月は CDS は極めて活発な取引を見せるが、同年7月以降 Protection の売り手が急減し、一年余り経過した2008年後半の現在なお低迷している。

4. CDO, CDS 取引の問題点

CDO, CDS 取引には既にいくつか見てきたように、多くの問題点がある。ここで、今般の金融危機を招いた問題点を含めまとめておきたい。

(1) 非実需取引の発生

一般に多くの取引は活発になるにつれ非実需化する。実需取引が消えるわけではもちろんないが、活発になればなるほど非実需取引が増加しその比率が大きくなる。

実需取引に携わる者も非実需取引による価格形成、流動性高進に役立つ面があり歓迎する。

しかし非実需取引が非実需取引同士で活発になり、価格形成が行き過ぎることがないではない。最近の原油取引の例を見るまでもなく、行き過ぎは経済社会に害となる。

CDS取引の場合はどうであろうか。CDS取引において非実需取引とはどのようなケースが考えられるであろうか。簡単な例を示そう。

サブプライム・ローン問題が明らかになろうとしていた時期、近い将来経済の後退が予想されるところ某自動車メーカーは大量の社債を発行している。ある投資者がこの自動車メーカーを Reference Entity としその発行する社債を対象とした Protection の買取引をする。このときこの投資者は件の社債を保有しているわけではない。CDS取引の締結後保有するつもりでもない。

しばらくしてサブプライム・ローン問題が明らかになり、アメリカ向け自動車輸出の多いこのメーカーの信用リスク価格は拡大し、Protection 価格も上昇する。このとき投資者は第三者に自己が購入した同条件の Protection の売取引をする。Reference Entity も Protection の対象物条件も同一にするが、Premium は上昇しており、その差額が利益となる。

Protection の買取引をすると Credit Events が発生したとき Protection による補償金を受け取るには、その対象社債を引き渡す義務が生じるが、これは同様の売りで相殺される。信用リスクを回避する必要のないものが、Protection 価格の変動を利用した相場取引として、少ない投資資金で投機が可能になるのである。

一般に決済を考えれば Protection の買いにはあらかじめ社債を購入しておかなければならない。しかし売取引で売り買い Square にしておけばその必要はない。投資者の所要資金は原則として Premium の支払資金のみで、信用リスク対象の社債購入のための資金は不要である。

このケースは明らかに信用リスクを回避したいがための取引ではない。Premium の上昇を狙って Protection の売買に徹している非実需取引である。Premium の下落を狙った売り買い反対の取引ももちろんある。

実は現在この非実需取引が多い。実需取引よりもはるかに多いと言ってよい。2007年末の世界の CDS 残高58兆ドル⁽⁷⁾といわれるが、この非実需取引によるものが相当あると言われる。因みに、この58兆ドルは想定元本の総計である。このうち大部分が上記の事例のごとく同一当事者により売り買い Square になっており、Credit Events が発生し決済のため受け渡ししなければならない債権金額はごく少額であ

ろう。リーマン・ブラザーズのケースでそれは0.2%であったとの報道があった。

(2) 優先劣後構造の不明瞭性

CDOには既述のとおり優先劣後構造をもつ商品が編み出された。これは一般にCDOが何十、百何十という数の顧客債務を束ねて証券化するものであるところから、それを組成するに当たり、回収に不安のない優良債権、中間的な債権、不安の多い債権を組み合わせ、その組み合わせ具合に応じて優先（シニア）、中間（メザニン）、劣後（エクイティ）と生み出す証券を細分化したものである。当然優先（シニア）部分はローリスク・ローリターンで、劣後（エクイティ）部分はハイリスク・ハイリターンである。より幅広い顧客に対応するためである。

このCDOにCDSなどのクレジット・デリバティブを組み合わせる。これがSynthetic CDOといわれるものである。商品を多様化、細分化してさらに多様な顧客対応を図ろうとするものであるが、その内容について正確に理解することは極めて難しい。内容を理解する以前の問題として、何十、百何十という債権の一本一本を精査して回収の安全性の度合いを確認することも、それらの債権を保有する金融機関以外まず不可能であろう。

その困難さを補完するためにCDSを活用したということであっても、元になる債権の精査が不可能である以上投資者にとって明瞭な商品内容とはいえない。

(3) プロ向け相対取引の独善性

CDO取引、CDS取引はいずれも専門家同士の相対取引である。相対取引である以上、契約自由の原則に従えば第三者がとやかく言うことではないということになる。市場取引である場合は不特定多数の参加者があり、種々の階層の投資者に理解してもらうため、専門家の販売者は多くの責任が課される。しかし、専門家同士のしかも相対取引では自己責任の原則で、第三者が口をはさむべきことではない。これは本来正論である。

しかし専門家同士で自由に取引していった結果無謀、無責任な取引が増え、バブルを生み、それが弾けたとき世界の金融、経済が混乱する事態になったわけで、これは放置するわけにはいかない。本来の域を超え異常な事態に達した場合は相応の対策が必要である。

元来人類は欲の心で行動する生き物である。本能のみで行動する他の生き物と比べて大層性質が悪い。理論的には素晴らしい理念にもえ革命を経て尊い犠牲者の上を作りあげたいいくつかの国がやがて挫折したのも、明治の改革で国家百年の理想に

もえ世界第二の経済大国に仕立て上げた優秀な官僚組織が、百年経過したのち欲と自己保全の醜い集団に落ちぶれたのも、すべて欲に支配された心の禍である。

これを制御するには、教育の問題もさることながら、社会全体で規律を高めることが必要である。規律を高める最も効果的なことは制度として規制することである。強制的な規制には必ずそれに歯向かう者が現れるが、緊急の時期にはやむを得ない。専門家同士の取引ではあっても行き過ぎて社会への害が出るようでは規制する必要がある。

(4) 投資銀行の営業姿勢

相対取引であるから自由の原則に従ってという意見に組みし得ない今回の大きな理由に投資銀行の行動がある。

投資銀行 (Investment Bank) はその名とは異なり銀行ではない。1933年アメリカにおいて世界恐慌の主要戦犯の一として銀行の証券業務が挙げられ、銀証分離された片割れの証券会社 (Securities Company) である。

今般の金融危機騒ぎはこの投資銀行の CDO, CDS の販売姿勢に問題があった。20年前の我が国のバブルにおける銀行の姿勢からも十分推測可能である。

1970年代中央金融自由化の波が起こって以来、投資銀行は手数料収入の減少に悩まされていた。銀行と異なり金利収入は無く、手数料収入のみでは将来の見通しが立たない。そこで企業の資金調達業務に介入することによる資金調達・投資ビジネスに活路を見出そうとしていた。同じ手数料ビジネスではあるが扱う金額の大きさから十分期待ができる。この資金調達・投資ビジネスに重点を置き換えたところへ証券化ビジネスが現れた。ここでさらに明るい将来性を発見し、その業務が浸透したところで住宅ブーム、サブプライム・ローンブームとなった。

サブプライム・ローンを商業銀行に積極的に実行させ証券化させ引き取って販売する。そこに CDO, CDS の手法があった。新しい手法を駆使して多様な商品を、多量に作り出し販売した。ちょうど過剰流動性を抱える機関投資家、各種ファンドがこれに飛びついた。投資銀行の営業姿勢が一層欲深くなった。

(5) Commercial Bank, Universal Bank のレバレッジ融資

Commercial Bank は我が国の銀行に当たる。Universal Bank は銀行プラス証券会社といってよい。いずれにしろ銀行である。この銀行は何にもまして信用を重んじ常に保守主義の原則を貫き、Prudent Banker といわれ経営態度は手堅い。その手堅いはずの Banker が本来手を出さない貸付案件に手を出すようになる。しかも積

極的にである。CDO, CDSの手法を利用して信用度の低いローンを実行したのち自己のバランスシートからはずす。はずすことの可能性を知ってより積極的にサブプライム・ローンを実行していった。実行後ある程度の収益をあげ、決算前にはずす。自己資本規制比率を守るためである。

銀行については今一つの問題行動がある。それはヘッジファンドなどの要請に応じてその投資資金を貸し出すが、これについても Prudent Banker の域を超えて貸し出す。既述の担保価格を超える貸付額の問題もあるが、ファンドなどに対してはファンド総額の何倍もの貸付をする。いわゆるレバレッジ貸付である。

このような融資行動は常軌を逸していると言わざるを得ない。レバレッジ融資については過去の経験から信じられない筆者は、この夏ロンドンの Banker を訪ねて確認した。そして驚くべき回答を得た。それは融資額の決定は担保の時価ではない、融資先企業のバランスシートの審査結果でもない、キャッシュ・フローによるというのである。

キャッシュ・フローによる融資は筆者の経験に従えば、町はずれの飲食店など、担保もない、バランスシートもない、やむなく日々のキャッシュ・フローを確認して、そこから必要運転資金、月々の回収可能額を計算し融資額を決める、というものである。その手法が国際メジャー銀行に採用され、億ドル単位の融資に適用されていたのである⁽⁸⁾。

キャッシュ・フローのみ見て融資額を決めるのであれば、少額の自己資本で大部分他人の資金でビジネスを行なっている投資銀行、ヘッジファンドなどに結果的にその正味資本の何倍もの融資を行なうことになるであろう。

世界的な過剰流動性に悩まされ、十分な収益の場を見つけれないでいた銀行の、背に腹は代えられない足掻きの結果、Prudent Banker としては無謀な融資をせざるをえなかったものであろうが、偶々CDO, CDSという商品が現れ、それを扱う投資銀行、ヘッジファンドの勢いに飲み込まれたということでもあろうか。

(6) 格付け会社、モノラインの無責任性

銀行を惑わす事情はほかにもあった。格付け会社、モノラインといわれる従来銀行にも信用があり融資審査に際して参考にされることもあった機関の信用失墜である。

格付け会社は寡占状態が問題にされることはあったが、世界の金融市場での信頼は揺らいでいなかった。モノラインといわれるのは金融保証専門の保険会社で、扱う保証案件が確定キャッシュ・フローが確認される場合以外は保証を与えないとい

うことで、やはり金融界から信頼されていた。そしてこの二者とも CDO はじめ今般問題になった MBS などに対して高格付けなり、金融保証を与えていたのである。

これもそれぞれの専門家として銀行の融資決断に誤った信号を与えたことになる。Wall Street Journal などの記事では、優先劣後構造への理解不足であったなどのエクスキューズが掲載されているが、言い訳にはならないであろう。と同時に、CDO、CDS がいかに厄介な代物であるかの証左でもある。

5. CDS 取引への対応

以上のとおり現在の金融混乱を発生させた直接の原因として六つのポイントが挙げられる。これらは概ね多くの批判者に指摘されていることであるが、子細に見ると二つの側面がある。一つは MBS、CDO、CDS などのいわゆるデリバティブ商品の運用、管理、規制の問題で、大方の批判者が上記(1)を除いて、それらの商品の運用、管理などについて現状に至った状況、原因を分析し批判を加えている。今一つはそれらの商品の商品としての成熟性、完成度の問題である。

(1) 運用、管理、規制の問題

デリバティブ商品の運用、管理、規制の問題については、それらの主体または対象が三つある。批判者から見て批判の矛先が三つある。

具格的には、まず(a)投資銀行、商業銀行などの営業姿勢、ついで(b)格付け会社、モノラインなどの欺瞞共謀行為、そして三つ目が(c) SEC (U.S. Securities and Exchange Commission: アメリカ証券取引委員会)、OCC (Office of the Comptroller of the Currency: アメリカ通貨監督庁) など金融各社を監督、規制する当局に対するものである。

(a) 投資銀行、商業銀行など金融機関については、1970年代半ばより四半世紀におよぶ厳しい収益環境が続く。1973年の外国為替相場変動制への移行を背景に、75年に始まる金融自由化、金融改革推進による競争の激化、経済宗主国アメリカのいわゆる双子の赤字の長期継続を主因とする国際過剰流動性、などにより収益率は低下、それまでの手堅い経営手法は収益第一主義の積極性重視に転換せざるを得ない状況であった。

そんな中で投資銀行については自己ディーリングの開始による無謀経営、不明瞭な証券化商品の無責任販売が、また商業銀行については融資審査の軽視ないし無視(レバレッジ融資、サブプライム・ローンなど)、格付け、モノライン保証への過信、

などに見られる無責任経営などが指摘される。

(b) 格付け会社、モノラインについても本来の経営管理手法から逸脱していたと言わざるを得ない。投資銀行、商業銀行などとの不明朗な癒着を指摘する向きも多くみられる。

(c) SEC, OCC など金融各社を監督、規制する当局に対するもので、監督、規制の欠如、それ以前のデリバティブ商品の金融商品としての認識不足と、そのための適正な監督、規制行動への怠慢として責められる。

グローバル化の中では自由放任が諫められなければならないということを十分学習すべきと思うが、(a)~(c)とも巷間多く語られているので個別の例示は割愛し、多くは議論されていない点について先を急ぐ。

(2) 金融商品としての成熟度の問題

— CDS 取引の金融商品としての妥当性の問題 —

証券化商品の中でも特に本来の収益性、安全性を高めると称する CDO、経済取引をする全てのものが持つ取引相手への信用リスクを他者に移転してくれるという CDS、サブプライム・ローンという正しく意識すれば「回収に不安のあるローン」の登場を、覆い隠すのみならず、その販売を煽ることになったこれらデリバティブ金融商品のうち、CDS について、その商品としての成熟度、完成度を検証しておきたい。まず CDS と親和性の高い CDO について一言触れてから進める。

イ. CDO について

CDO についてはサブプライム・ローンと同時期に現れた結果不幸な役割を担うことになったが、金融商品としての問題、仕組みとしての問題はなく、もっぱら運用の問題が残るのみである。

CDO に組み込まれる多くの債権の一本一本の内容、債権としての諸条件はもとより、債務の主体、担保の有無と明細などを全て disclose する CDO のためのルール作りをまず急ぐべきである。取引が OTC 取引であれば、今後市場取引を考えるならばなおのこと、CDO を組成する個別商品の disclose を義務付けるべきであろう。それも一本一本の信用リスクと収益性を適正に評価できるものでなければならない。またそれらを格付けしたり保証を与えるに当たってはその根拠をやはり公にするべきであろう。このような運用の改善で証券化商品の一形態として CDO の発展を願うものである。

ロ. CDS と保険契約

CDS については以上みてきたように信用リスクを金銭的に保証するものであり、Credit Events が発生したとき一方が他方に補償金を支払う約束をするものである。これはまぎれもなく保険契約である。保険契約と異なるのは保険の対象物を所有、占有していなくても、また将来所有、占有することになっている必要もなく、成立するという点である。

このことから保険契約と異なる取引が発生する。すなわち同一の保険対象物をめぐって無数の保険契約が発生するという点であり、現実には発生している。このような金融商品についてどのように考えれば良いであろうか。二つの点について考察したい。

ハ. 保険契約としての CDS

CDS 取引が保険契約である以上保険者は保険金を支払うことのできるものでなければならぬ。CDS 取引で Premium を受け取るものは、保険契約で Premium を受け取るものがするように、保険事故が発生したとき保険金を支払わなければならない。

その支払いが広く社会全般に信頼してもらえるものでなければならない。そのために社会的に認められる制度が必要である。保険業の場合この点については法律的に保険者の資格について定めている。たとえばわが国の保険業法では「保険業は、内閣総理大臣の免許を受けた者でなければ、行うことができない。」⁽¹⁰⁾とあって、免許取得に一定の条件を課している。

CDS 取引については金融の専門家のみが行なう相対取引であり、それは不要であるとの声が聞こえるが、専門家の間であっても保険金支払いの確約は必要である。また、相対取引といえば保険契約はすべて相対取引である。

あるいはこの声の主は、CDS 取引が Protection の売買に重点を置いて、保険金支払い、すなわち決済を予定していないか、極めて例外的なものと考えているのであろう。現に住宅ブームが続いたアメリカで、そのように考えて間違いではない状態が続いた。その結果 Protection の売り買いのみを金融取引として独立したものに仕立てあげられると考えたのかも知れない。それが許されないことは今回の大混乱で理解してもらえるであろう。

保険者が保険金の支払いを間違いなく実行することが常に信頼される制度になっていて、ようやく金融商品として認知されるのである。

ニ. 保険対象物から遊離した保険契約（CDS）の売買

通常の保険契約にあっても、保険の対象物から遊離した保険契約者による保険契約はゼロではない。しかしその場合も保険者の保険金支払いは信頼されている（今般その信頼すら一部で裏切られたが）。もとより保険者に対する信用リスクがないわけではもちろんない。しかしそれが制度として一定の信頼を得られることになっていなければならない。

Protectionの売買を独立した形で行なえるようにすることは、既述のように流動性を高めたり、価格形成の公平化などがはかられ、良い面もある。しかし、やはり最終責任は残る。最終責任とは、CDSの場合決済の問題である。決済が発生しないことを前提にシステムを組むべきではない。それは社会全体に対する投機行為である。その投機行為が今般の大混乱のもとになった。

CDS取引はオプション取引である。それも市場価格が下がったときにProtectionの売り手に対して買い手から債券などの売りの権利を実行するPut Optionである。CDSが通常のOption取引と違うのはPut取引しかないという点にある。通常のOption取引ではCall取引もあって、PutとCallの売り買いを組み合わせるなどして収益を上げるとか、損失を少なくするとかの操作が可能であるが、CDS取引ではそれはできない。因みに保険契約もCDSと同様のOption取引である。

それよりもProtectionの売買を独立した形で行なうことの危険性は相場が一方に偏った後大きく崩れることである。まさに今回発生したことであるが、住宅ブームが続くと踏んでProtectionの売りを重ねてきて、バブルがはじけたときProtectionの価格は急騰する。そのときあわてて買いカバーをとっても損失が出る。損失が出るだけならいいが、売り手がない状態になる。多額の補償金支払いを迫られ、Protectionの売り手の信用リスクが現実のものとなる。そしてここでは補償金支払いでの損失は巨額である。

既述のとおり最終的に補償金支払いに至るケースは想定元本に比して低いものであると言ったが、金額の大きさとProtection取引の流動性には留意しなければならない。そうでなければ今回の大混乱は起きなかったはずだからである。

6. 結語にかえて

ここに一つのIMFレポートがある。Protectionの売り買いの推移を投資主体別にみたものである。2004年と2006年の数字でかつ主体別一括数字であるが、Protectionの売り買いのミスマッチがいかに大きいか推測するに十分である。⁽¹¹⁾

“Market Participants in Credit Derivatives, 2004 and 2006”

	Protection Buyers		Protection Sellers		Sell-Buy	
	2004	2006	2004	2006	2004	2006
Banks	67	59	54	43	-13	-16
Hedge funds	16	28	15	31	-1	3
Pension funds	3	2	4	4	1	2
Insurance	7	6	20	17	13	11
Corporations	3	2	2	1	-1	-1
Mutual funds	3	2	4	3	1	1
Other	1	1	1	1	0	0

Source: British Bankers' Association(2006) (in percent of total)
IMF レポートより筆者作成

銀行、事業会社は2004年、2006年とも Protection の買いが多い。ヘッジ・ファンドは2004年で買いが多く、2006年で売りが多くなっている。年金基金と Mutual funds はいずれの年も売りが多くかつ年金基金の場合2006年がより多く、買いの倍になっている。保険会社は当然のことながら売りが圧倒的に多い。

それぞれの投資主体の性格をよく表している。収益をあげたい年金基金とミューチャル・ファンドが Premium かせぎを狙い、同じヘッジ・ファンドはヘッジ取引として買いが多い2004年の状態から2006年になって Premium 収益を狙う売りに転じている。また全体の比率で銀行、事業会社の比率が下がり、ヘッジ・ファンドと保険会社が大きくなっているのも注目される。

年間想定元本の額が58兆ドルとしてここで1%の意味がいかに大きいか注目して貰いたい。

以上述べてきた CDS の金融商品としての欠陥を補正し、その補正を一層確実にするために、CDS 取引を市場取引化しようとの意見がある。これについては改めて論じたいが、市場取引化するには CDS 取引の場合最大のポイントは標準化の問題である。

標準化とは取引仕法の標準化のほか、取引の指標となる標準物の設定が必要であるが、Protection の対象物がサブプライム・ローンあるいは類似のものをも対象に含めるとすれば、その多種雑多な状況から容易でない作業を強いられることになる。

一方決済については、アメリカ ICE、CME⁽¹²⁾グループなどが清算機関設立に動いて

いるようである。清算機関設立は市場取引化の重要な一歩であり、Protectionの売りに対する安易な姿勢を正す意味でも重要で、CDSの金融商品としての最大の欠陥を補正するに役立つと思われる。

人間は欲心を原動力として活動するものである以上、常に規制は必要である。経済活動のMorale低下に繋がるようでは困るが、適度の規制は常に必要である。適度の規制、ルールで公明、公正、公平な取引が保証されるなら、それは新商品の開発にも役立つことになろう。

注

- (1) 学界権威者からの発言としては、木下悦二「二一世紀初頭における『金融資本主義』とその挫折」世界経済評論2008.9, & 2008.10, 本山美彦「金融権力」岩波新書2008.4, ほか。
- (2) CBO, CLOなど証券化商品について、詳しくは小林一広「外国為替と国際証券投資」東京経済情報出版2000, 214~228ページを参照されたい。
- (3) BIS規制上も優遇されており抵当権付き住宅ローンのリスクウエイトは35%。
- (4) Loan Participationとは銀行等が保有するLoanに第三者(投資者)がParticipate(参加)することで、貸付債権に係る権利義務関係を変えることなく投資者が同債権に係る経済的利益を取得し同時にその信用リスクを負担する契約である。対価は貸付債権の現在価値相当額となる。
- (5) ISDA (International Swaps and Derivatives Association) は1985年、55カ国800以上のメンバーにより設立される。メンバーには商業銀行、ユニバーサル・バンクなど国際的メジャー銀行、大手投資銀行のほかデリバティブ取引を行なう機関投資家などが含まれる。ISDAではデリバティブ業務の標準化を進め、用語定義集のほか契約書式の雛型なども作成している。用語定義集については改訂を重ね現在2002年改定作業によるものが2003年版として使用されている。
- (6) 河合裕子, 糸田真吾「クレジット・デリバティブのすべて 第2版」財形詳報社, 2007, 69ページ。「現在のクレジット・デリバティブに近い経済効果を持つ金融取引が存在していた。日本では、1990年代の初めにファースト・トウ・デフォルト (以下FTD) 型のクレジットリンク債に近い仕組債が本邦投資家向けに販売されている。」とある。なお、同書では1990年代から2006年までのCDSにからむ金融事象が丹念に記述されている。
- (7) 2008年10月18日付 Reuters
- (8) 某国では当局からそれを推奨する通達も流されたとのことであった。
- (9) ニューヨークのジャーナリズムでは「格付け会社の欺瞞」「モノラインの共謀」などの厳しい表現もみられた。
- (10) 保険業法第三条第一項
- (11) IMF “Global Financial Stability Report” April 2008, 79ページ
- (12) ICE=Intercontinental Exchange, CME=Chicago Mercantile Exchange